

PENGARUH INSIDER OWNERSHIP, FREE CASH FLOW, COLLATERIZABLE ASSETS, DAN FIRM GROWTH TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDENRio Dwijaya^a, Hariyati^bJurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya
Kampus Ketintang Jl Ketintang, Surabaya, Indonesia**Received:** mm-yyyy**Reviewed:** mm-yyyy**Accepted:** mm-yyyy**Published:** mm-yyyy**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan mengetahui pengaruh *insider ownership*, *free cash flow*, *collaterizable assets*, dan *firm growth* terhadap kebijakan dividen. Populasi yang digunakan yaitu semua perusahaan yang terdaftar Bursa Efek Indonesia periode 2015-2017. Penelitian menggunakan metode kuantitatif dengan teknik *purposive sampling* yang menghasilkan 40 perusahaan sebagai sampel penelitian. Analisis data menggunakan regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan *free cash flow*, *collaterizable assets* dan *firm growth* berpengaruh terhadap kebijakan dividen sedangkan *insider ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Kata Kunci: *Insider Ownership*; *Free Cash Flow*; *Collaterizable Assets*; *Firm Growth*; Kebijakan Dividen.

THE EFFECT OF INSIDER OWNERSHIP, FREE CASH FLOW, COLLATERIZABLE ASSETS, AND FIRM GROWTH ON DIVIDEND POLICY**ABSTRACT**

This study aims to determine the effect of insider ownership, free cash flow, collaterizable assets, and firm growth on dividend policy. The population used is all company listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2015-2017. Based on quantitative research methods with a purposive sampling technique, there are 40 companies become a research sample. Data analysis method used is multiple linear regression. The results of this research showed the free cash flow, collaterizable assets and firm growth has effect on dividend policy, while that insider ownership has no effect on dividend policy.

Keywords: *Insider Ownership*; *Free Cash Flow*; *Collaterizable Assets*; *Firm Growth*; *Dividend Policy*.

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen dimaknai keputusan alokasi laba perusahaan yang dibagikan sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan sebagai pembiayaan investasi di masa mendatang (Sartono, 2010:281). Kebijakan dividen penting perannya dalam sebuah perusahaan karena dalam teori sinyal, kebijakan dividen merepresentasikan penanda yang menunjukkan kondisi serta seberapa besar perhatian perusahaan atas kesejahteraan investor. Meskipun bukan satu-satunya faktor penentu investor dalam berinvestasi, kebijakan dividen tetap menjadi komponen penting dalam upaya perusahaan mendapatkan investor. Karena itu pada beberapa kasus terdapat perusahaan yang selalu memprioritaskan pembagian dividen dalam setiap periode. Atas penjelasan tersebut kebijakan dividen dinilai berperan menjadi salah satu faktor penting dalam menjaga citra atas kinerja perusahaan terhadap investor.

Menurut Maverick (2015), ada lima alasan pentingnya dividen bagi investor, pertama sebagai pertumbuhan keuntungan, ini karena dividen cenderung mengalami kenaikan. Kedua dividen mengacu pada arus kas riil yang membantu mengevaluasi kondisi ekuitas perusahaan. Ketiga mengurangi risiko, hal ini disebabkan dividen mampu menyelamatkan kerugian ketika penurunan harga saham. Keempat dividen menjaga daya beli modal karena dividen berkaitan dengan inflasi dana investor. Kelima dividen menawarkan keuntungan dalam perpajakan dengan berdasar bahwa pajak yang dikenakan pada dividen lebih kecil dibanding penghasilan lain.

Dalam bursa terdapat perusahaan yang rutin membayarkan dividen ataupun sebaliknya sesuai dengan kebijakan masing-masing perusahaan. Perkembangan kebijakan dividen perusahaan publik mampu diamati dari jumlah perusahaan yang membayarkan dividen tiap tahunnya seperti yang ditunjukkan pada tabel berikut:

Tabel 1 Pembayaran Dividen Emiten BEI 2013-2017

Tahun	Perusahaan Terdaftar	Perusahaan yang Membagi Dividen
2013	483	212
2014	506	223
2015	521	225
2016	537	214
2017	566	239

Sumber: data diolah penulis

Tabel di atas menunjukkan perkembangan kebijakan dividen dari tahun 2013 hingga 2017 yang mengalami perkembangan dinamis. Dari data yang diperoleh, sektor perdagangan, jasa dan investasi menjadi sektor yang paling banyak menyumbang perusahaan pembagi dividen yaitu rata-rata 22 persen dari 9 sektor yang ada pada bursa diikuti sektor finansial sebesar 16 persen. Jumlah ini akan terus berkembang mengikuti perkembangan kondisi yang ada pada pasar saham. Informasi pada tabel di atas menunjukkan peningkatan jumlah perusahaan yang terdaftar tidak selaras dengan jumlah perusahaan yang membagikan dividen. Fenomena ini memicu fakta bahwa peningkatan jumlah perusahaan yang *listing* di bursa nyatanya tidak menjadi jaminan perusahaan yang membagikan dividen akan meningkat pula.

Ada beberapa faktor yang diduga menjadi penyebab tinggi rendahnya rasio dividen. Faktor tersebut yaitu *insider ownership*, *free cash flow*, *collaterizable assets*, dan *firm growth*. Menurut pasal 95 UU RI No.8 Tahun 1995 *insider ownership* dimaknai direksi, komisaris dan orang yang memungkinkan memperoleh informasi dari dalam perusahaan. Dalam *agency theory*, konflik kepentingan terjadi ketika terdapat pendelegasian otorisasi dari *principal* kepada *agent*. Namun dalam konsep *insider ownership* manajemen menjadi memiliki dua posisi sekaligus yaitu sebagai pengelola dan pemilik. Penelitian terdahulu menunjukkan *gap research* akan topik ini, *insider ownership* memengaruhi kebijakan dividen oleh Rozeff (1982) dan Pujiastuti (2008) namun berseberangan dengan penelitian Auditta *et al*(2014).

Faktor kedua yaitu *Free cash flow* yang dimaknai aliran kas bersifat bebas dan tersedia untuk dibagikan kepada investor setelah melakukan investasi pada *fixed asset* dan *working capital* (Sartono, 2010:101). Keputusan buruk dalam pemanfaatan *free cash flow* dapat memicu peningkatan biaya agensi perusahaan. Menurut Jensen (1976) dalam Keown *et al* (2000) menyatakan jika perusahaan memiliki *free cash flow*, akan lebih bijak bila dana tersebut dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Hal itu memungkinkan *free cash flow* menjadi teralokasi dengan jelas untuk kesejahteraan pemilik modal serta menjadi upaya dalam menghindari pengambilan keputusan yang buruk.

Faktor ketiga yaitu *Collaterizable assets* yang dimaknai besaran aset tetap yang dapat dijaminkan perusahaan guna memperoleh pinjaman. Aset kolateral menjadi ukuran kreditur meminjamkan dananya karena jika terjadi kredit macet, perusahaan tidak perlu menentukan nilai aset yang lain selama aset kolateral itu sendiri sudah cukup untuk menutup jumlah pinjaman. Mollah (2000) menyatakan perusahaan dengan aset kolateral tinggi memungkinkan terciptanya *agency problem* yang relatif kecil antara manajemen dengan kreditur. Kondisi itu membuat kreditur merasa danayang

dipinjamkan akan aman atas jaminan dari aset kolateral sehingga tidak akan membatasi kebijakan perusahaan yang dibuat.

Faktor keempat yakni *Firm growth*, dimaknai peningkatan atau penurunan jumlah aset dari tahun ke tahun. Perusahaan yang terus bertumbuh umumnya memiliki prospek yang baik. Hal ini membuat respon investor juga akan membaik sehingga memengaruhi peningkatan harga saham (Suastini *et al* 2016). Kecenderungan bertumbuh membuktikan perusahaan mampu mencapai tujuannya sehingga memberikan sinyal positif kepada investor dalam pasar saham. Disisi lain pertumbuhan perusahaan menjadi opsi yang berlawanan dengan opsi pembagian dividen. Akibatnya semakin meningkat *firm growth* akan membuat rasio dividen semakin menurun. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *insider ownership*, *free cash flow*, *collaterizable assets*, dan *firm growth* terhadap kebijakan dividen perusahaan publik di Indonesia.

KAJIAN PUSTAKA

Teori Keagenan

Jensen & Meckling (1976) menjelaskan teori keagenan mengasumsikan setiap orang mempunyai perbedaan kepentingan. Asumsi tersebut menciptakan konflik kepentingan bagi prinsipal dan agen. Konflik ini dilatarbelakangi perbedaan tujuan prinsipal dengan agen dalam kontrak keagenan. Hubungan yang terbentuk pada agen dan prinsipal memungkinkan terjadinya informasi yang diterima kurang lengkap (asimetri informasi). Ini disebabkan agen memiliki informasi kondisi perusahaan lebih lengkap dibandingkan prinsipal yang dapat dimanfaatkan oleh agen sesuai kepentingan pribadi sehingga membutuhkan *agency cost* untuk mengawasinya.

Teori Sinyal

Ross (1977) menjelaskan dalam teori sinyal agen sebagai pemilik informasi berusaha mengirimkan sinyal yang memungkinkan diterima dan dimanfaatkan penerima sinyal yakni prinsipal. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Dalam kondisi pasar kompetitif, sinyal akan memberikan manfaat kepada investor untuk dasar pengambilan keputusan. Jika sinyal tersebut mengandung nilai positif atau sesuai dengan yang diharapkan oleh pasar, maka pasar akan bereaksi ketika informasi tersebut dipublikasikan. Setelah memperoleh sinyal, pelaku pasar akan menganalisis sebagai *bad news* atau *goodnews*.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merepresentasikan sebuah keputusan mengenai laba perusahaan akan dibagikan sebagai dividen atau ditahan sebagai laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa mendatang (Sartono, 2010:281). Ada kalanya dividen tidak dibagikan guna menahan laba karena laba ditahan dimaknai salah satu sumber dana paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan (Puspita & Kusumaningtias, 2010). Kebijakan dividen yang diputuskan akan menentukan respon pemegang saham terkait masa depan dana investor yang diinvestasikan.

Insider Ownership

Insider ownership merupakan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam yaitu direksi dan komisaris (Pujiastuti, 2008). Menurut peraturan pasar modal pasal 95 UU RI No. 8 Tahun 1995 yang dimaksud sebagai *insider* dalam sebuah korporasi yaitu komisaris, direktur; dan orang perorangan yang memungkinkan memperoleh informasi dari dalam perusahaan. Menurut teori keagenan, agen dan prinsipal dijelaskan memiliki perbedaan posisi dan tugas masing-masing. Namun ketika agen juga memiliki saham dalam perusahaan sebagai *insider ownership*, maka dimungkinkan terjadinya peran ganda. Hal ini terjadi karena agen memiliki dua posisi sekaligus, sebagai pengelola dan sebagai pemilik.

Free Cash Flow

Free cash flow merupakan aliran kas yang tersedia guna dibagikan kepada investor setelah upaya perusahaan berinvestasi pada *fixed asset* dan *working capital* (Sartono, 2010:101). Kas tersebut pada

beberapa kondisi menimbulkan konflik kepentingan antara agen dan prinsipal. Konflik ini berkaitankan menuju kemana dan untuk apa kas bebas tersebut digunakan. Manajer cenderung menginginkan kas bebas tersebut dialokasikan untuk kegiatan investasi namun di sisi lain pemegang saham menginginkan agar kesejahteraannya terjamin melalui dividen. Pada dasarnya arus kas bebas akan menjadi beban tersendiri bagi perusahaan ketika dalam jumlah besar, ini karena meningkatnya *free cash flow* memicu meningkatnya pula *agency cost* untuk mengawasinya.

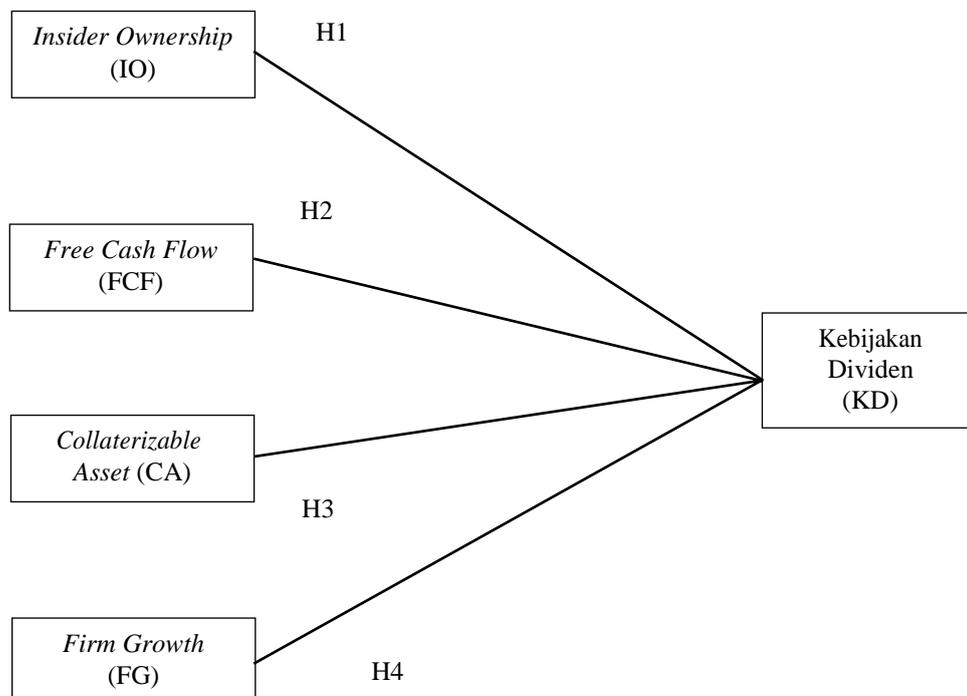
Collaterizable Assets

Collaterizable assets dimaknai besarnya aset tetap yang dapat dijamin perusahaan guna menjamin pinjamannya. Besarnya aset kolateral akan memengaruhi tingkat konservatisme kreditur atas keputusan peminjaman dana. Menurut Mollah (2000), perusahaan dengan *collaterizable assets* tinggi memungkinkan terjadinya minimalisasi *agency problem* antara kreditur dan manajemen. *Agency problem* yang rendah memberikan dampak positif bagi perusahaan karena dinilai mampu menurunkan *agency cost* yang perludikeluarkan.

Firm Growth

Firm growth dimaknai peningkatan atau penurunan tingkat aset perusahaan. Pertumbuhan diinginkan atas dasar pertumbuhan yang baik merepresentasikan perkembangan perusahaan (Safrida, 2008). Pertumbuhan dengan kebutuhan pendanaan memiliki hubungan yang searah, ini menunjukkan pertumbuhan yang tinggi akan diikuti meningkatnya kebutuhan dana eksternal yang dibutuhkan. Umumnya pertumbuhan tinggi cenderung menimbulkan pembayaran dividen yang rendah. Hal tersebut dilatarbelakangi ketidakmampuan perusahaan memilih dua kebijakan yang berseberangan sekaligus. Namun hal itu tidak berlaku bagi perusahaan pada tahap *well established* yang sudah mampu menyeimbangkan pertumbuhan dengan pembayaran dividen (Setiawati & Yesisca, 2014).

Bagan 1. Kerangka Teoritis



Sumber: Data diolah penulis

Pengembangan Hipotesis**Pengaruh Insider Ownership terhadap Kebijakan Dividen**

Teori keagenan mengasumsikan ketika manajemen memiliki saham dalam perusahaan maka akan berpotensi mengurangi konflik kepentingan serta *agency cost* yang dikeluarkan perusahaan. Ini karena mereka akan lebih berhati-hati dalam bertindak guna menanggung konsekuensi yang mungkin timbul. *Insider ownership* yang tinggi membuat manajemen cenderung menahan dividen guna memaksimalkan keuntungan pribadi seperti kenaikan gaji dan bonus manajemen. Dengan kata lain, semakin tinggi *insider ownership* atau semakin rendah *outsider ownership*, maka semakin rendah masalah keagenan yang terjadi. Atas hal tersebut *insider ownership* menjadi determinan penting dalam penentuan kebijakan dividen. Menurut Rozeff (1982) dan Pujiastuti (2008), semakin tinggi tingkat *insider ownership* maka semakin rendah rasio dividen yang dibagikan perusahaan.

H₁ : Insider ownership berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen

Dalam teori sinyal meningginya *free cash flow* mampu menjadi sinyal bagi investor atau pertanda dividen akan dibagikan dengan rasio yang tinggi. Ini karena *free cash flow* merupakan dana sisa yang bebas digunakan dimana salah satu alokasi yang penting adalah kesejahteraan investor. Namun masalah bagi manajemen adalah ketika *free cash flow* dialokasikan utamanya untuk pembagian dividen, hal ini membuat *free cash flow* yang tersedia bagi manajer akan menjadi berkurang. Akibatnya kemungkinan penggunaan *free cash flow* untuk pendanaan investasi menjadi kecil. *Free cash flow* yang tinggi menuntut adanya *agency cost* yang tinggi pula. Menurut Auditta, et al (2014) biaya agensi dapat dikurangi dengan membayarkan dividen kepada pemegang saham.

H₂ : Free cash flow berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Collaterizable Assets terhadap Kebijakan Dividen

Menurut teori keagenan apabila perusahaan memiliki aset kolateral tinggi maka dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham akan tinggi pula karena dalam kondisi aset kolateral tinggi, konflik kepentingan dengan kreditur akan berkurang. Kreditur tidak akan membatasi perusahaan membagikan dividen dengan asumsi perusahaan mampu memenuhi kewajiban kepada kreditur melalui aset kolateral yang dijamin ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban hutang dengan baik. Dalam teori sinyal, aset kolateral tinggi merepresentasikan kondisi keuangan yang baik sehingga alasan bagi perusahaan untuk tidak membagikan dividen menjadi kecil dan investor *berantusias* merespon hal itu. Menurut Mollah (2000) aset kolateral yang tinggi membuat perusahaan membagikan dividen yang tinggi pula karena kebijakan dividen dibentuk tanpa adanya batasan dari pihak kreditur.

H₃ : Collaterizable assets berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Firm Growth terhadap Kebijakan Dividen

Pada dasarnya perusahaan selalu menginginkan untuk bertumbuh. Pertumbuhan dapat dilihat dari penambahan aset perusahaan. Teori keagenan menjelaskan arah hubungan yang negatif antara pertumbuhan dengan kebijakan dividen. Manajemen cenderung menahan laba guna mengejar pertumbuhan agar memiliki penilaian kinerja yang baik sedangkan pemegang saham menginginkan kesejahteraannya terjamin melalui dividen. Meningginya pertumbuhan yang ingin dicapai menimbulkan konsekuensi meningginya kebutuhan dana untuk membiayainya. Menurut Setiawati & Yesisca (2014) meningginya pertumbuhan perusahaan menjadi penyebab meningginya kebutuhan dana sehingga perusahaan akan cenderung menahan laba.

H₄ : Firm growth berpengaruh terhadap kebijakan dividen

METODE PENELITIAN

Penelitian ini dijalankan dengan dua jenis data yaitu data *time series* dan *cross-section*. Sumber data berasal dari data sekunder pada *website* resmi BEI. Sampel penelitian yaitu perusahaan terdaftar BEI periode 2015-2017. Metode *purposive sampling* dipilih sebagai teknik pengambilan sampel.

Berikut hasil pemilihan sampel:

Kriteria	Jumlah
Perusahaan terdaftar di BEI periode 2015-2017	566
Perusahaan tidak membagikan dividen berturut-turut periode 2015-2017	(499)
Perusahaan tidak mengungkapkan komposisi saham periode 2015-2017	(12)
Perusahaan dengan manajemen tidak memiliki saham dalam perusahaan periode 2015-2017	(15)
Total sampel 4 kriteria	120
Data <i>outlier</i>	(59)
Sampel Akhir	61

Sumber: Data diolah penulis

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Kebijakan Dividen (Y)

Kebijakan dividen diukur menggunakan *dividend payout ratio* yaitu perbandingan jumlah dividen kas yang dibagikan dengan laba bersih perusahaan sehingga didapatkan angka rasio yang menunjukkan dividen perusahaan. Untuk menghitung DPR digunakan rumus:

$$DPR = \frac{\text{Cash Dividend}}{\text{Earning After Tax}}$$

Variabel Independen (X)

Insider Ownership

Insider ownership pada dasarnya adalah pengelola yang mempunyai saham di dalam perusahaan. Menurut Rozeff (1982), *insider ownership* dimaknai perbandingan jumlah lembar saham di tangan manajemen dengan jumlah keseluruhan saham beredar. Rumus *insider ownership* yaitu:

$$IO = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki manajemen}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

Free Cash Flow

Free cash flow dimaknai arus kas bebas yang mencerminkan keleluasaan bagi perusahaan untuk melakukan investasi dan ekspansi. Menurut Handoko (2002) *free cash flow* diukur dengan rumus:

$$FCF = \frac{\text{Laba setelah pajak-dividen} + B \text{ Penyusutan}}{\text{Total aset}}$$

Collaterizable Assets

Collaterizable assets merupakan aset yang digunakan perusahaan sebagai jaminan atas utang yang dimiliki. Menurut Setiawati & Yesisca (2014) *collaterizable assets* diukur dengan rumus:

$$CA = \frac{\text{Aset tetap bersih}}{\text{Total aset}}$$

Firm Growth

Firm growth merupakan pertumbuhan perusahaan, dalam penelitian ini ukuran yang digunakan adalah aset perusahaan. Artinya proksi ini menunjukkan pertumbuhan aset pada satu periode dengan periode sebelumnya. Menurut *Finingsih et al. (2018)*, *firm growth* diukur menggunakan:

$$FG = \frac{\text{Total aset (t)} - \text{Total aset (t-1)}}{\text{Total aset (t-1)}}$$

HASIL ANALIS DAN PEMBAHASAN**Uji Asumsi Klasik****Tabel 3 Nilai Uji Asumsi Klasik**

Metode Uji	IO	FCF	CA	FG
Uji Normalitas				
Hasil Uji <i>KS</i>		0,096	<i>Sig</i> 0,200	Normal
Uji Multikolinieritas				
Hasil Asumsi Non Multikolinieritas	1,109	1,527	1,537	1,034
	VIF	VIF	VIF	VIF
Uji Autokorelasi				
Hasil Uji		0,053		
<i>Runs Test</i>		<i>Sig (2-tailed)</i>		
Uji Heterokedastisitas				
Hasil Uji <i>Rank Spearman</i>	0,598	0,541	0,795	0,952
	<i>Sig</i>	<i>Sig</i>	<i>Sig</i>	<i>Sig</i>

Sumber: data diolah SPSS

Uji Normalitas

Normal tidaknya suatu data dilihat melalui nilai uji *kolmogorov smirnov*, pada penelitian ini ditunjukkan sebesar 0,096 dengan nilai signifikansi 0,200 (>0,05). Hasil ini merepresentasikan data residual terdistribusi secara normal.

Uji Multikolinieritas

Eksistensi hubungan korelasi pada model regresi variabel bebas digunakan metode asumsi non multikolinieritas. Hasil pengujian menunjukkan semua variabel bebas bernilai VIF kurang dari 10 dan bernilai *tolerance* lebih dari 0,10. Hasil pada model regresi yang diamati merepresentasikan tidak terdapat hubungan antar variabel bebas.

Uji Autokorelasi

Eksistensi korelasi antara kesalahan pengganggu saat periode t dibandingkan dengan saat periode t-1 dilakukan dengan uji *runs test*. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,053 (>0,05). Hasil ini merepresentasikan tidak terjadi autokorelasi pada model regresi.

Uji Heterokedastisitas

Eksistensi kesamaan varian residual pengamatan satu ke pengamatan lain diketahui melalui uji *rank spearman*. Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi semua variabel bebas (>0,05). Nilai ini merepresentasikan tidak terjadi heterokedastisitas pada setiap variabel bebas.

Uji Hipotesis

Tabel 4 Nilai Uji Hipotesis

Metode Uji	IO	FCF	CA	FG
Uji R²				
Hasil Uji			0,338	
Uji F				
Hasil Uji			0,000	
Simpulan			Sig.	
Uji t				
Hasil Uji	0,158	0,001	0,006	0,000
Simpulan	Nosig	Sig	Sig	Sig

Sumber : Data diolah SPSS

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Nilai *Adjusted R Square* yaitu 0,338 menjadi ukuran untuk melihat koefisien determinasi. Nilai ini menunjukkan variabel independen hanya mampu menjelaskan 33,8% variabel dependen. Sebesar 66,2% sisanya dijelaskan variabel lain di luar model penelitian ini.

Uji Statistik F (secara simultan)

Hasil nilai F sebesar 8,670 dengan signifikansi 0,000 (<0,05). Nilai tersebut merepresentasikan adanya pengaruh secara simultan semua variabel independen dalam memengaruhi variabel dependen. Variabel independen yakni IO, FCF, CA dan FG bersama-sama memengaruhi variabel dependen yaitu DPR.

Uji Statistik t (secara parsial)

Variabel IO bernilai signifikansi >0.05. Karena itu secara parsial variabel tersebut tidak berpengaruh signifikan atas kebijakan dividen (KD). Sedangkan, variabel lainnya yaitu FCF, CA, dan FG bernilai signifikansi <0.05 yang berarti secara parsial ketiga variabel tersebut memengaruhi kebijakan dividen (KD).

Pembahasan**Pengaruh Insider Ownership terhadap Kebijakan Dividen**

Hasil pengujian mengungkapkan *insider ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut terjadi karena perbedaan struktur budaya korporasi di Indonesia dengan asal *agency theory* dikembangkan, baik dari segi historis dan sosial masyarakat. Perbedaan itu membuat hasil penelitian ini berlawanan dengan konsep *agency theory*. Temuan Claessen *et al* (2000) dalam Sudarma (2004) menyatakan belum diterapkannya pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan publik di Indonesia mendukung kesenjangan hasil penelitian ini dengan konsep *agency theory*. Sebagian besar perusahaan publik masih dimiliki keluarga pendiri melalui *holding company* beserta posisi penting di dalamnya. Hal ini menunjukkan manajemen dibawah kendali pemegang saham mayoritas atau pendiri. Atas kondisi tersebut pendapat pemegang saham mayoritas terwakili oleh pendapat manajer sehingga posisi pemegang saham minoritas semakin lemah. Penelitian ini mendukung penelitian Auditta *et al* (2014) dan Handoko (2002) namun tidak mendukung penelitian Rozeff (1982) dan Pujiastuti (2008) yang berhasil membuktikan *insider ownership* menjadi determinan penting atas kebijakandividen.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian mengindikasikan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Manajemen cenderung menggunakan kas bebas untuk kebutuhan pendanaan ekspansi dan investasi. Hal ini mengakibatkan kas bebas yang diharapkan pemegang saham dibagikan, menjadi berkurang bahkan tidak dibagikan. Manajemen melakukan tindakan tersebut untuk meningkatkan nilai perusahaan dan bonus kinerja mereka sehingga pada beberapa kondisi dianggap tidak sejalan dengan kesejahteraan pemegang saham. Atas fakta tersebut, hasil ini sejalan dengan *agency theory* namun tidak sejalan dengan *signalling theory* dimana seharusnya kas bebas tinggi menandakan dividen akan dibagikan dengan tingkat yang tinggi menjadi tak terbukti. Kenyatannya semakin tinggi *free cash flow* maka semakin rendah rasio dividen yang dibagikan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Handoko (2002) namun berbeda dengan hasil Prastya & Jalil (2020) yang menunjukkan *free cash flow* tidak menjadi determinan penting atas kebijakandividen.

Pengaruh *Collaterizable Assets* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian menjelaskan terdapat pengaruh *collaterizable assets* terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi aset kolateral mampu membuat meningginya rasio pembayaran dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Dalam *signalling theory*, aset kolateral yang tinggi menunjukkan pertanda kepada investor bahwa perusahaan sedang dalam kondisi keuangan yang baik sehingga memungkinkan untuk membagikan dividen dengan rasio sesuai harapan investor yang sejalan penelitian ini. Menurut Mollah (2000) ketika aset kolateral tinggi, konflik kepentingan tidak akan terjadi antara kreditur dengan investor sehingga kreditur tidak akan membatasi kebijakan atas dividen. Atas demikian penelitian ini mendukung penelitian Mollah (2000) dan Chabachib (2011) namun bertolak belakang dengan penelitian Auditta *et al* (2014) yang membuktikan aset kolateral tinggi tidak menjadi jaminan rasio pembayaran dividen juga akan tinggi. Ini didasari apabila aset kolateral tinggi maka akan diikuti tingginya hutang perusahaan sehingga beban bunga akan mengurangi laba bersih dan dividen menjadi lebihrendah.

Pengaruh *Firm Growth* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian hipotesis menyatakan terdapat pengaruh antara *firm growth* dengan kebijakan dividen. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka semakin rendah rasio pembayaran dividen yang dibagikan. Dalam *agency theory* manajer berkecenderungan menahan laba guna melakukan pertumbuhan yang direncanakan manajer dengan tujuan meningkatkan reputasi dan bonus kinerja sehingga sejalan dengan penelitian ini. Umumnya, perusahaan belum mampu untuk melakukan dua pilihan rasio dividen tinggi dan pertumbuhan tinggi secara bersamaan harus ada salah satu pilihan yang menjadi prioritas. Penelitian ini mendukung penelitian Setiawati & Yesisca (2014) dan Silaban & Purnawati (2016). Namun berbeda dengan penelitian Finingsih *et al* (2018) yang menunjukkan *firm growth* tidak menjadi determinan penting atas kebijakan dividen yang didasarkan fakta bahwa pada akhirnya RUPS lah yang memutuskan tujuan akhir laba perusahaan.

KESIMPULAN

Hasil analisis membuktikan *insider ownership* tidak memengaruhi kebijakan dividen. Hal ini disebabkan belum diterapkannya pemisahan yang jelas antara pemilik dan pengelola perusahaan publik di Indonesia. *Free cash flow* memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Ini karena *free cash flow* tinggi mengakibatkan manajemen berkecenderungan melakukan penambahan investasi demi mendorong pertumbuhan dan nilai perusahaan. *Collaterizable assets* berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang disebabkan kreditur tidak berusaha membatasi perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen dengan asumsi dana yang dipinjamkan aman atas jaminan aset kolateral. *Firm growth* menjadi determinan penting atas kebijakan dividen. Menjadi penting karena perusahaan publik memiliki tendensi untuk menahan laba guna melakukan penambahan investasi dan ekspansi. Menahan laba

dilakukan karena kedua pilihan yakni pembagian dividen dan pertumbuhan belum mampu dilakukan sekaligus. Penting juga perusahaan hendaknya menentukan kebijakan dividen secara tepat dengan memperhitungkan dampak yang mungkin akan terjadi dari kebijakan tersebut. Kebijakan yang tepat mendorong perusahaan untuk memperoleh citra yang progresif di mata investor. Investor harus lebih bijak dalam memahami kondisi perusahaan melalui kebijakan dividen yang diputuskan. Investor harus memahami bahwa RUPS bukanlah satu-satunya penentu kebijakan dividen, melainkan perlu mempertimbangkan hal lain seperti *free cash flow*, *collateralizable assets*, dan tingkat *firm growth* dari perusahaan tersebut. Peneliti selanjutnya diharapkan menambahkan variabel lain yang belum terdapat dalam penelitian ini sebagai variabel penentu kebijakan dividen serta penambahan periode penelitian agar hasil kajian mampu menjelaskan variabel kebijakan dividen menyeluruh.

DAFTAR PUSTAKA

- Auditta, I. G., Sutrisno, & Achsin, M. (2014). Pengaruh Agency Cost terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Aplikasi Manajemen UB*, 12.
- Chabachib, M. (2011). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden. *Doctoral Dissertation Universitas Diponegoro*, 1–28.
- Finingsih, O., Nurlaela, S., & Titisari, K. H. (2018). Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Pertanian di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Paradigma*, 20(02), 44–51.
- Handoko, J. (2002). Pengaruh Agency Costs Terhadap Kebijakan Deviden Perusahaan- Perusahaan Go Public Di Bursa Efek Jakarta. *Journal of Widya Management and Accounting*, 2(3), 180–190.
- ensen, M. ., & Meckling, W. H. 976 . heor of he irm: Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Keown, A. J., Martin, J. D., Petty, J. W., & David, S. J. F. (2000). *Foundations of Finance* (3rd ed.). Prentice Hall Internationa.
- Maverick, J. B. (2015). 5 Reason Why Dividends Matter to Investors. Retrieved from www.investopedia.com
- Mollah, S. (2000). The Influence of Agency costs on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange. *Leeds University Business School*.
- Prastya, A. H., & Jalil, F. Y. (2020). Pengaruh Free Cash Flow, Leverage, Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Kajian Akuntansi Dan Bisnis Terkini*, 1(1), 132–149.
- Pujiastuti, T. (2008). Agency Cost terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa yang Go Public di Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 12(2), 183–197.
- Puspita, G. C., & Kusumaningtias, R. (2010). Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas, Kebijakan Dividen Terhadap Struktur Modal pada Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2005-2009. *AKRUAL Jurnal Akuntansi*, 2(1), 76–91.
- Ross, S. A. (1977). The Detennination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8, 23–40.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth , Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.
- Safrida, E. (2008). Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Prusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *Tesis Dipublikasikan Jurusan Manajemen*

Universitas Sumatra Utara.

- Sartono, A. (2010). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi* (4th ed.). Yogyakarta: BPFE.
- Setiawati, L. W., & Yesisca, L. (2014). Analisis Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Utang, Collateralizable Assets, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012– 2014. *Jurnal AKuntansi Universitas Katolik Indonesia*, 1, 52–82.
- Silaban, D. P., & Purnawati, N. K. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Kepemilikan, Pertumbuhan Perusahaan dan Efektivitas Usaha terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(2), 1251–1281.
- Suastini, N. M., Purbawangsa, I. B. A., & Rahyuda, H. (2016). Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia (Struktur Modal sebagai Variabel Moderasi). *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 5(1), 143–172.